LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DES MARCHÉS FINANCIERS

RAPPORT 2023



LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DES MARCHÉS FINANCIERS

RAPPORT 2023

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS

En application de l'article L. 141-4 § I et II du Code monétaire et financier, la Banque de France veille au bon fonctionnement et à la sécurité des systèmes de paiement, des chambres de compensation et des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers.

Le bon fonctionnement et la sécurité de ces infrastructures de marchés financiers sont essentiels à l'économie dans son ensemble, à la mise en œuvre efficace de la politique monétaire, à la stabilité financière et à la confiance des agents économiques dans la monnaie.

De façon régulière, la Banque de France rend compte au public de l'exercice de ses missions de surveillance sur les infrastructures des marchés financiers. Le rapport précédent datait de 2020. Le présent rapport couvre la période de 2021 à 2023, sur un périmètre limité aux infrastructures de marchés financiers, la surveillance des moyens de paiement faisant désormais l'objet d'un rapport [1] spécifique.

1 OSMP (2023), *Observatoire de la sécurité des moyens de paiement – Rapport annuel 2023*, septembre.

INTRODUCTION

La Banque de France est impliquée, en tant qu'autorité nationale compétente, dans la surveillance des infrastructures de marché françaises, aux côtés de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et de l'Autorité des marchés financiers (AMF), selon les entités concernées. Elle participe également à la surveillance coopérative de plusieurs infrastructures de marché et systèmes de paiement européens et internationaux. Au cours de ces trois dernières années, plusieurs évolutions importantes ont marqué la surveillance des infrastructures de marché, qui relèvent tant des modifications apportées au cadre réglementaire que de l'émergence de nouveaux défis ou de l'amplification de tendances observées antérieurement.

Le cadre réglementaire, profondément rénové durant les années précédentes, a été revu, complété et précisé, avec l'entrée en vigueur de plusieurs textes européens particulièrement structurants, comme le règlement EMIR [2] sur les chambres de compensation (CCP [3]), ou encore le règlement sur les dépositaires centraux de titres (CSDR [4]).

S'agissant des CCP, ces compléments ont d'abord porté sur la surveillance des chambres de compensation issues de pays tiers, l'objectif, dans la perspective du Brexit, ayant consisté à renforcer les prérogatives des autorités européennes vis-à-vis des CCP considérées comme systémiques pour l'Union européenne (UE). Ils ont également concerné le cadre applicable en matière de rétablissement et de résolution, de façon à incorporer dans le droit de l'UE les principes arrêtés en la matière par le Conseil de stabilité financière (CSF, ou FSB, Financial Stability Board).

En ce qui concerne le règlement-livraison, le règlement CSDR a été revu afin de clarifier et simplifier les exigences applicables à la fourniture de services, y compris pour les activités transfrontalières. La révision a également permis d'améliorer la convergence en matière de surveillance entre juridictions de l'UE, de faciliter la fourniture de services accessoires de type bancaire, de réduire les coûts excessifs induits par la discipline de règlement et d'améliorer le cadre applicable aux dépositaires centraux de titres (DCT, ou CSD en anglais) de pays tiers.

La réglementation a également évolué pour accompagner les évolutions de marché. Ainsi, le règlement sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués (*distributed ledger technologies*, ou DLT) [5] est entré en application le 23 mars 2023. Son objectif est de créer un cadre réglementaire dérogatoire pour tester l'usage de DLT dans les activités relatives à la négociation et à la post-négociation de titres, permettant l'émission, le stockage et le transfert de titres [6] (actions, obligations et parts d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières – OPCVM) dont la propriété et les droits sont représentés par un jeton numérique (*token*) inscrit sur un registre distribué. On parle alors de titres « tokenisés » ou nativement émis sur DLT.

2 *European Market Infrastructures Regulation.*

3 *Central counterparties*, contreparties centrales.

4 *Central Securities Depositories Regulation*.

5 Règlement (UE) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, et modifiant les règlements (UE) 600/2014 et (UE) 909/2014 et la directive 2014/65/UE.

6 Sous certaines conditions et plafonds prévus à l'article 3 : ceux-ci doivent respecter des plafonds d'émission définis en fonction des valeurs mobilières émises (pour les actions, un seuil de capitalisation boursière de l'émetteur à 500 millions d'euros ; pour les obligations et autres formes de dette sécurisée, un seuil de volume d'émission à 1 milliard d'euros ; pour les parts d'organismes de placement collectif, un seuil de valeur de marché inférieure à 500 millions d'euros ; pour les obligations de société, un seuil de 200 millions d'euros de capitalisation boursière ; ainsi qu'un plafonnement de la valeur de marché totale des jetons échangés à 6 milliards d'euros par dépositaire central de titre ou plateforme multilatérale de négociation).

Dans le domaine de la cybersécurité, l’Eurosystème a par ailleurs, dans le droit fil des principes afférents du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPMI[7]) et de l’Organisation internationale des commissions de valeurs (ou IOSCO[8]), précisé ses attentes en matière de surveillance du risque cyber à l’égard des infrastructures de marché de son ressort, dans un contexte caractérisé par la montée des menaces.

Enfin, dans le sillage des travaux menés par le G7 en 2019 sous présidence française, puis du FSB, la Commission européenne a publié fin 2020 une proposition législative sur l’encadrement réglementaire des cryptoactifs, dans le cadre d’un ensemble de textes sur la finance numérique. Le règlement (EU) 2023/1114 sur les marchés de cryptoactifs (*Markets in Crypto-Assets*, MiCA) entre en application en 2024, en deux étapes : le 30 juin pour les dispositions relatives aux jetons de valeur stable ou *stablecoins*[9], et le 30 décembre pour le reste du texte.

Les actions de surveillance menées par la Banque de France se sont quant à elles concentrées autour de deux grands axes. Le premier a été, et reste l’évaluation récurrente de la conformité des infrastructures de marché aux textes qu’elles doivent respecter. Les analyses conduites dans ce cadre permettent de passer en revue l’ensemble des risques auxquels ces infrastructures sont exposées (financiers, opérationnels, cyber, etc.), tout comme les mécanismes en place ou les mesures prises pour les prévenir, et de s’assurer *in fine* tant de leur robustesse que de leur performance. Le second a été le suivi renforcé des infrastructures de marché pour s’assurer de leur résilience face aux risques opérationnels, notamment cyber, sur leurs systèmes d’information et leur organisation.

7 Committee on Payments and Market Infrastructures : *https://www.bis.org/cpmi/*

8 International Organization of Securities Commission : *https://www.iosco.org/*

9 Les cryptoactifs sont des représentations numériques de valeurs ou de droits. Les *stablecoins* sont définis par le règlement européen sur les marchés de cryptoactifs modifiant la directive (UE) 2019/1937, comme étant un sous-ensemble de cryptoactifs constitué de « jetons se référant à des actifs ». Ces jetons visent à maintenir un référentiel de valorisation stable par adossement à des monnaies à cours légal, à une ou plusieurs matières premières, à un ou plusieurs cryptoactifs permettant une telle valorisation, ou à un panier de ces actifs. En stabilisant leur valorisation, ces jetons ont souvent pour objectif d’être utilisés par leurs détenteurs comme moyen de paiement pour l’acquisition de biens ou de services, et comme réserve de valeur.

1 LES ÉVOLUTIONS RÉGLEMENTAIRES DANS LE DOMAINE DES INFRASTRUCTURES DES MARCHÉS FINANCIERS

Les périodes précédentes ont été marquées par la transposition en droit communautaire des principes pour les infrastructures des marchés financiers (PFMI) définis en 2012 par les comités CPMI et IOSCO (2012-2014 et 2015-2017), et plus récemment par la prise en compte de nouveaux enjeux liés au Brexit ou au risque cyber (2018-2020). La période de revue actuelle (2021-2023) a été celle de l'ajustement du cadre réglementaire existant, de l'adoption de nouvelles dispositions sur l'innovation et de l'adaptation ponctuelle de l'action des autorités de surveillance à des événements exogènes, comme la crise de l'énergie.

1.1 Une consolidation du cadre réglementaire appliqué aux CCP

Le règlement européen EMIR qui encadre les activités des CCP, publié en juillet 2012, a fait l'objet de deux révisions lors de la période précédente : l'une axée sur la mise en œuvre proportionnée des obligations de compensation et de déclaration (règlement n° 2019/834 dit EMIR Refit, pour *regulatory fitness*), l'autre centrée sur le cadre de surveillance des CCP hors et dans l'Union européenne (règlement n° 2019/2099 dit EMIR 2.2).

La période 2021-2023 a été celle de la mise en œuvre de ce cadre réglementaire rénové. La Commission européenne a adopté plusieurs actes délégués. Ceux-ci posent par exemple l'obligation pour les fournisseurs de services de compensation de les proposer dans des conditions commerciales équitables, raisonnables, non discriminatoires et transparentes (règlement délégué n° 2921/1456 dit FRANDT [10]) ou encore, concernant le marché de dérivés non compensés centralement, l'obligation pour les contreparties d'échanger du collatéral de manière bilatérale (règlement délégué n° 2021/236). Par ailleurs, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA [11]) a publié le rapport final sur les normes techniques réglementaires qui précisent les critères pour qualifier les projets des CCP d'extension d'activité ou de changement significatif de modèle [12] – qui requièrent, en plus de l'approbation des autorités nationales, un vote du collège de supervision de la CCP et une validation par l'ESMA. Ce rapport a déjà permis d'harmoniser les pratiques nationales. Ces critères ont en partie été intégrés au règlement lui-même par la révision EMIR 3, qui a fait l'objet d'un accord en février 2024, avec une nouvelle procédure accélérée pour la validation d'extensions d'agrément ou de changements significatifs de modèle pour les projets de faible envergure.

Des modifications d'autres textes de niveau 2 [13] ont également été nécessaires pour adapter le cadre réglementaire à des événements exogènes. Le choc de 2022 sur les marchés dérivés de matières premières a entraîné le relèvement du seuil de l'obligation de compensation pour ces produits (règlement délégué n° 2022/2310) et l'adoption d'assouplissements temporaires de l'encadrement du collatéral accepté par les CCP pour répondre au choc de liquidité induit par la forte augmentation des prix et de la volatilité (règlement délégué n° 2022/2311) – *cf. encadré 2 sur les tensions sur les marchés des matières premières.*

10 *Fair, reasonable, non-discriminatory and transparent (commercial terms).*

11 European Securities and Markets Authority.

12 ESMA (2021), *Final Report RTS. Article 15 and 49 EMIR*, mars.

13 Règlements délégués de la Commission européenne, pris sur avis technique de l'ESMA, tel que prévu par la réglementation EMIR (dite de niveau 1, car elle émane directement du législateur européen).

En outre, le champ d'application de l'obligation de compensation a été amendé pour prendre en compte la transition vers de nouveaux taux d'intérêt de référence (règlement délégué n° 2022/750).

Enfin, concernant le cadre de supervision des CCP établies hors de l'Union européenne (UE), la Commission européenne a adopté de nombreux actes d'exécution qui reconnaissent l'équivalence du cadre réglementaire des juridictions dans lesquelles ces CCP sont établies. Sur cette base, l'ESMA a pu reconnaître ces CCP soit comme CCP non systémiques pour l'UE (dites *Tier 1*), soit comme CCP systémiques (dites *Tier 2*), et donc soumises à une surveillance spécifique. La Commission européenne a par ailleurs décidé de reconnaître le cadre réglementaire britannique comme équivalent au cadre UE, de manière temporaire jusqu'au 30 juin 2025. Plusieurs services fournis par des CCP britanniques classées *Tier 2* (LCH Ltd et ICEU Ltd), compte tenu de leur caractère systémique pour l'Union européenne constituent des sources de risques pour la stabilité financière mis en évidence par l'ESMA. L'atténuation des risques liés à ces enjeux de stabilité financière est nécessaire avant, éventuellement, de prolonger l'équivalence ou de la pérenniser.

1.2 La mise en œuvre du cadre de rétablissement et de résolution des CCP

Les mesures de rétablissement sont celles qui visent à assurer la continuité d'activité et la fourniture des services essentiels en cas d'interruption majeure des flux financiers ou des services opérationnels de la CCP. La mise en œuvre de ces mesures incombe aux CCP elles-mêmes, tandis que les mesures de résolution sont conduites par les autorités de résolution, notamment lorsque la phase de rétablissement a échoué ou qu'il est nécessaire de l'interrompre pour des raisons de stabilité financière. La mise en résolution vise à permettre la cessation ordonnée de l'activité, en évitant au maximum le recours aux deniers publics.

Un cadre international précisé

À partir de 2021, le Conseil de stabilité financière (FSB) a entamé des travaux d'évaluation du cadre international, qui doivent servir de base à son éventuel renforcement. Ce cadre comprend les recommandations du FSB de 2014 sur la résolution des CCP [14], les orientations du FSB de 2017 [15] établissant un cadre harmonisé au niveau international, et des lignes directrices publiées en 2020 [16] sur l'adéquation des ressources et le traitement du capital propre de la CCP en résolution.

Dans un premier temps, un rapport de 2022 produit par un groupe conjoint du FSB et de CPMI-IOSCO a permis d'évaluer quantitativement l'adéquation des ressources des CCP en rétablissement et en résolution (*cf.* Évolution des normes internationales issues des PFMI *en section 1.6*). Dans un second temps, le FSB a conduit un travail qualitatif visant à évaluer les avantages et inconvénients de ressources déjà couvertes par le cadre actuel et de nouvelles ressources potentielles (*bail-inable bonds* [17], fonds de résolution, assurance, etc.). Un rapport publié en 2023 et la consultation publique menée sur cette base doivent permettre de finaliser ce travail, qui conduira à éventuellement intégrer cette « boîte à outils » dans le cadre international.

Un cadre européen finalisé

L'Union européenne s'est dotée d'un cadre pour le rétablissement et la résolution des CCP, publié en décembre 2020 (règlement n° 2021/23 dit CCP RRR). Il transpose les normes internationales et crée un cadre harmonisé dans l'UE. Celui-ci repose d'abord sur des ressources qui renforcent la responsabilité des actionnaires, sans pour autant exonérer les membres compensateurs de leur participation aux pertes liées à un défaut. Concernant le rétablissement, il crée un second « *skin in the game* » [18] et l'obligation pour les CCP de se doter de plans de rétablissement pouvant prévoir des décotes sur marges de variation dues par la CCP ou la résiliation partielle ou totale des contrats. Concernant la résolution, le texte prévoit six outils : trois outils communs avec le régime bancaire (conversion des instruments de fonds propres, cession d'activité, CCP-relais) et trois outils propres aux CCP (appels de liquidité, décotes sur les marges de variation dues par la CCP, résiliation des contrats). Le cadre ne prévoit ni décote sur les marges initiales (qui aurait pu créer une exposition importante des participants et une incitation à sortir de la CCP dès qu'un participant fait défaut), ni allocation forcée des positions (qui aurait pu conduire à imposer à certains acteurs de prendre des positions qu'ils n'ont pas la capacité de gérer). Le règlement CCP RRR instaure par ailleurs un système de coopération ad hoc entre autorités de supervision et de résolution.

Ce cadre a été mis en œuvre sur la période 2021-2023, avec l'adoption de textes de niveau 2 par la Commission européenne pour préciser les modalités de calcul du second « *skin in the game* » (règlement délégué (UE) 2023/840) [19] et les modalités de dédommagement des membres compensateurs ayant subi des décotes sur marges de variation pour des pertes non dues à un défaut et donc imputables à la seule CCP (règlement délégué (UE) 2023/450). Pour ce qui concerne le cadre

de coopération, ont été précisés les critères d'évaluation des plans de rétablissement des CCP par les autorités nationales (règlement délégué (UE) 2023/451). La norme technique rédigée par l'ESMA sur les modalités de création et de fonctionnement des collèges de résolution doit encore être adoptée par la Commission européenne.

En 2022, les autorités nationales ont mené une première évaluation des plans de rétablissement, validée par les collèges de supervision des différentes CCP de l'UE. En 2023, les autorités de résolution ont produit une première version des plans de résolution et mis en place les collèges de résolution des CCP. En France, l'ACPR a mis en place le collège de résolution de la CCP française LCH SA, dont la première réunion s'est tenue en novembre 2023, et à laquelle la Banque de France a participé en tant qu'autorité nationale compétente.

1.3 La révision du règlement pour les systèmes de paiement d'importance systémique

Une première révision du règlement (UE) 795/2014 de la Banque centrale européenne (BCE) du 3 juillet 2014 (dit règlement SIPS) concernant les exigences de surveillance applicables aux systèmes de paiement d'importance systémique (SIPS [20]) est intervenue en 2017. Cette révision a apporté des précisions sur les obligations existantes, a intégré de nouvelles exigences en matière de gestion des risques (notamment sur la cyberrésilience) et a élargi les pouvoirs des autorités.

Les opérateurs des quatre SIPS de la zone euro disposaient alors d'un délai de douze mois pour se mettre en conformité avec le règlement révisé (dix-huit mois pour les dispositions relatives aux obligations financières). À la suite de l'autoévaluation incombant aux opérateurs, les autorités compétentes (la Banque de France pour CORE(FR), la BCE pour TARGET2, EURO1 et STEP2-T [21]) ont conduit une évaluation d'écart sur la conformité des SIPS aux nouvelles exigences. Cette phase d'évaluation s'est conclue en juillet 2020.

En parallèle de la conduite de cette phase d'évaluation, le Conseil des gouverneurs a identifié Mastercard CMS comme système de paiement d'importance systémique (SIPS) le 4 mai 2020. Ce nouveau SIPS est désormais surveillé par deux autorités compétentes, la BCE et la Banque nationale de Belgique.

Le règlement SIPS a fait l'objet d'une nouvelle révision en 2021, afin notamment de préciser les modalités d'une surveillance conjointe par deux autorités compétentes et de préciser la procédure d'identification d'un système de paiement en tant que SIPS.

1.4 Le renforcement du cadre de règlement-livraison de titres

Le règlement (UE) 909/2014, dit CSDR [22], a été adopté en 2014, dans le sillage des réformes engagées dans l'UE après la crise financière de 2007-2008, pour renforcer la résilience des infrastructures des marché financiers. Il vise à établir un régime harmonisé pour le règlement et la livraison d'instruments financiers, ainsi qu'un cadre commun applicable aux dépositaires centraux de titres (CSD) en matière d'agrément, de fourniture de services transfrontaliers, de surveillance et d'exigences prudentielles. Le texte de niveau 1 est entré en vigueur en septembre 2014, les mesures de niveau 2 ont été publiées en 2017.

Les mesures relatives à la mise en place de pénalités dans le cadre du renforcement de la discipline de marché sont pour la plupart entrées en application en février 2022. Précisées par le règlement délégué (UE) 2018/1229, elles introduisent notamment un mécanisme de pénalités ainsi qu'une obligation de rachat (ou *mandatory buy-in*) pour les participants défaillants. Bien que la disposition afférente au *mandatory buy-in* ne soit pas, à ce jour, entrée en application, les autres dispositifs de discipline de marché sont pleinement applicables depuis le 1er février 2022.

En France, l'AMF et la Banque de France veillent à la bonne application des dispositions du CSDR. Les deux institutions mènent conjointement la supervision des CSD établis en France. Dans le cadre de son mandat de maintien

14 FSB (2014), *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions,* octobre.

15 FSB (2017), *Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning,* juillet.

16 FSB (2020), *Guidance on Financial Resources to Support CCP Resolution and on the Treatment of CCP Equity in Resolution,* novembre.

17 Les *bail-inable bonds* sont des titres de dettes juniorisés émis par la CCP et qui peuvent être utilisés pour la recapitaliser (titres convertibles en actions) ou pour absorber les pertes en cas de résolution.

18 Montant additionnel de ressources propres de la CCP, variant entre 10 % et 25 % des exigences totales en fonds propres, et devant être utilisé en amont des outils de rétablissement de la CCP.

19 Ce règlement complète le règlement (UE) 2021/23 de normes techniques de réglementation qui précisent la méthode à adopter pour calculer et maintenir le montant supplémentaire de ressources propres préfinancées et spécialement affectées à utiliser selon l'article 9 § 14 dudit règlement.

20 *Systemically important payment systems.*

21 Présentation en chapitre 2.

22 *Central Securities Depositories Regulation :* règlement concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'UE et les dépositaires centraux de titres.

de la stabilité financière, les responsabilités de la Banque de France portent principalement sur la finalité des règlements, le règlement espèces, les liens entre CSD, le risque opérationnel et la politique d'investissement. À ce jour, la France compte un seul CSD agréé, Euroclear France.

Après l'agrément, le CSDR prévoit, pour le moment (*cf.* infra*)*, que les autorités compétentes réexaminent, au moins une fois par an, les dispositifs, stratégies, processus et mécanismes mis en œuvre par les CSD, et évaluent les risques auxquels ceux-ci sont exposés. Les autorités compétentes déterminent le niveau de détail et la fréquence de cette évaluation en fonction de la taille et de l'importance systémique des CSD, ainsi que de la nature, de l'ampleur, et de la complexité de leurs activités. Les autorités compétentes doivent informer les autorités concernées (en particulier l'Eurosystème) des résultats du réexamen et de l'évaluation.

Depuis 2020, et conformément aux dispositions prévues dans le CSDR, un processus de révision du règlement a été lancé. En effet, une clause de revue avait été fixée [23] dans le but d'évaluer l'efficacité du cadre existant et d'y apporter, le cas échéant, les améliorations nécessaires. La Commission européenne a remis son rapport sur le CSDR en juillet 2021, qui conclut que, dans l'ensemble, le règlement a atteint ses objectifs initiaux, à savoir renforcer l'efficacité du règlement dans l'UE et la solidité des CSD. Cependant, dans d'autres domaines, la Commission a estimé que des améliorations étaient souhaitables. Sur cette base, elle a publié le 16 mars 2022 une proposition de révision partielle du règlement, CSDR Refit, accompagnée d'une étude d'impact, transmise aux Parlement et Conseil européens pour examen et adoption.

La proposition de la Commission européenne a été examinée au sein du Conseil et a permis d'aboutir à un compromis fin 2022. Le Parlement ayant finalisé sa position en format ECON [24] le 1er mars 2023, la phase de trilogue a pu débuter en avril 2023. Le Conseil et le Parlement sont parvenus à un compromis sur le CSDR Refit fin juin 2023 et le texte a été adopté puis publié au *Journal officiel de l'Union européenne* le 27 décembre 2023.

Les apports les plus importants du compromis sont les suivants :

- La simplification du régime de passeports et la mise en place de collèges de supervision (dits collèges de groupe) pour les CSD dont les activités s'exercent dans au moins deux États membres et sont considérées comme revêtant une importance substantielle, ou pour lesquelles existent des passeports. Par ailleurs, la procédure de passeports, qui s'est avérée particulièrement lourde à mettre en œuvre, a fait l'objet d'une simplification drastique ;
- L'assouplissement du recours à la monnaie de banque commerciale afin de faciliter le règlement en devises et favoriser l'activité transfrontalière. La révision du CSDR prévoit désormais : i) la possibilité pour les CSD bancaires de proposer des services accessoires de type bancaire aux autres CSD (ce qui était exclu par la première version du CSDR) ; et ii) le rehaussement des seuils en deçà desquels les établissements de crédit peuvent fournir des services accessoires de type bancaire à un CSD sans avoir à se soumettre aux conditions de principe qui s'appliquent aux établissements de crédit désignés par un CSD pour procurer ces services. Le compromis prévoit que l'Autorité bancaire européenne soit mandatée pour définir le nouveau seuil ;
- La précision des modalités de mise en œuvre des mesures de discipline de marché. À cet égard, il a été décidé de prioriser le mécanisme de pénalités [25] par rapport au dispositif de rachat obligatoire (*mandatory buy-in,* MBI), lequel s'est révélé complexe techniquement et coûteux à appliquer, et s'est heurté à l'opposition historique de certains pays. Le MBI ne sera initié que sur décision de la Commission européenne si les deux conditions suivantes sont réunies : i) l'application des pénalités ou les mesures de suspension n'ont pas résulté en une diminution à long terme et continue des défauts ; ii) le niveau de défauts de règlement dans l'Union est, ou est susceptible d'avoir un impact négatif sur la stabilité financière dans l'Union.
- Le passage d'une périodicité d'un à trois ans pour les revues de la conformité des CSD à leur agrément.

1.5 Un renforcement du cadre réglementaire sur la résilience opérationnelle

Le règlement européen sur la résilience opérationnelle numérique (DORA), publié en décembre 2022 [26], définit un socle législatif commun qui s'applique à la quasi-totalité du secteur financier. Il complète, en qualité de *lex specialis* pour le secteur financier, la directive NIS2 [27] relative à la sécurité des réseaux et des systèmes d'information, de portée intersectorielle, publiée le même jour, et qui fixe des objectifs destinés à assurer un niveau commun élevé de cybersécurité dans l'ensemble de l'Union. Le règlement DORA devra être appliqué par des entités très diverses, tant par leur activité que leur taille, dont notamment les CSD et les CCP [28]. Les opérateurs de systèmes de paiement, qui font déjà l'objet d'une surveillance par le Système européen de banques centrales (SEBC) dans le cadre du traité sur

l'Union européenne, sont exclus du périmètre d'application du règlement, avec une clause de revue sous les trois ans suivant l'entrée en vigueur de la future troisième directive européenne sur les services de paiement (DSP3).

Le règlement DORA harmonise « par le haut » toutes les dispositions existantes dans un grand nombre de textes sectoriels (directives, règlements). D'application directe, le texte s'articule autour de quatre axes : i) les exigences liées à la gouvernance et à la gestion du risque lié aux technologies de l'information et de la communication (TIC) ; ii) la gestion, la classification et la notification des incidents liés aux TIC ; iii) les tests de résilience opérationnelle numérique ; et iv) la gestion des risques liés aux prestataires tiers de services TIC. Ces quatre axes sont complétés par des dispositifs de partage d'informations et de renseignements sur les cybermenaces et la coopération entre autorités. Cette harmonisation permettra de mettre fin aux écarts et redondances entre les réglementations sectorielles.

La création d'un cadre de supervision des prestataires tiers critiques de services TIC constitue une véritable innovation institutionnelle, avec en particulier la mise en place d'un forum de supervision. Les autorités européennes de surveillance (AES)[29], agissant par l'intermédiaire du comité mixte et sur recommandation du forum de supervision, désigneront les prestataires tiers de services TIC qui sont critiques pour les entités financières, et désigneront pour chacun d'entre eux un superviseur principal. Ce superviseur principal aura pour tâche de déterminer si chaque prestataire tiers critique de services TIC a bien mis en place des règles, procédures, mécanismes et dispositifs complets, solides et efficaces pour gérer le risque lié aux TIC qu'il est susceptible de faire peser sur les entités financières.

Le règlement DORA, dont l'entrée en application est fixée au 17 janvier 2025, sera préalablement complété par des actés délégués qui sont en cours de préparation par les AES. Une consultation publique des AES sur un premier paquet d'actes délégués s'est tenue de juin à septembre 2023, sur quatre projets de normes techniques et un acte d'exécution sur la gestion du risque des TIC, le reporting des incidents majeurs sur les TIC et la gestion du risque de fourniture de service de TIC par des tiers.

1.6 Les travaux internationaux CPMI-IOSCO

La Banque de France a participé à l'ensemble des travaux et analyses menés sous la coordination de CPMI-IOSCO, qui ont principalement porté sur le suivi de la mise en œuvre des principes pour les infrastructures des marchés financiers (PFMI) et l'approfondissement de certaines thématiques (comme la surveillance du risque cyber) couvertes par ces derniers.

Suivi de la mise en œuvre des PFMI

Les PFMI se sont imposés comme la référence internationale en matière de surveillance des infrastructures de marché. Au sein de l'UE, leur transposition s'est effectuée par le biais des règlements européens EMIR, CSDR et SIPSR[30], d'application directe. Les modalités juridiques de transposition des PFMI peuvent être hétérogènes d'une juridiction à l'autre et l'interprétation de certains termes ou exigences peuvent varier. Dans l'enceinte des comités CPMI-IOSCO, la production de rapports publics sur chaque thématique étudiée permettra une convergence progressive des interprétations et des pratiques par les infrastructures de marché, facteur clé d'une mise en œuvre cohérente des PFMI à travers les différentes juridictions. Le travail d'évaluation de cette convergence de règles et de pratiques s'exerce à trois niveaux :

- Le premier niveau consiste pour chaque juridiction à auto-évaluer l'état d'avancement du processus d'adoption des PFMI en droit local. La grande majorité des juridictions estimant aujourd'hui les avoir adoptés, les travaux se concentrent désormais sur les deux niveaux suivants ;

23 Articles 74 et 75 du CSDR.

24 Cf. Parlement européen (2023), « MEPs adopted changes to financial instruments settlement regime », communiqué de presse, 1er mars.

25 Le mécanisme de pénalités est entré en application au 1er février 2022.

26 *Digital Operational Resilience Act : http://data.europa.eu/eli/reg/2022/2554/oj*

27 *Networks and Information Systems Security : http://data.europa.eu/eli/dir/2022/2555/oj*

28 Le règlement devra aussi s'appliquer aux établissements de crédit, établissements de paiement, établissements de monnaie électronique, entreprises d'investissement, prestataires de services sur cryptoactifs, plateformes de négociation, référentiels centraux, entreprises d'assurance et de réassurance (et les intermédiaires), institutions de retraite professionnelle, agences de notation de crédit, administrateurs d'indices de référence d'importance critique et prestataires de services de financement participatif.

29 European Banking Authority (EBA) ou Autorité bancaire européenne (ABE), European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) ou Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), European Securities and Markets Authority (ESMA) ou Autorité européenne des marchés financiers (AEMF).

30 SIPSR, *regulation on oversight requirements for systemically important payment systems* : règlement sur les exigences de surveillance applicables aux systèmes de paiement d'importance systémique (SPIS).

- Le deuxième niveau consiste à évaluer dans quelle mesure les cadres législatifs et réglementaires adoptés par les différentes juridictions transcrivent complètement les PFMI. Depuis 2021, les comités CPMI-IOSCO ont achevé l'évaluation du cadre de la Turquie[31] (pour les systèmes de paiements, CSD/systèmes de règlement-livraison, CCP et référentiels centraux de données – *trade repositories*) et finalisent l'évaluation des cadres de l'Union européenne et du Royaume-Uni (pour les systèmes de paiements et CSD/SSS[32]) ;
- Le troisième niveau consiste à évaluer la cohérence de la mise en œuvre des PFMI par les infrastructures de marché. Le groupe a finalisé en juillet 2021 le rapport sur les pratiques des infrastructures de marché (CCP, CSD/systèmes de règlement-livraison, systèmes de paiement) en matière de plan de continuité et de gestion du risque opérationnel, avec une analyse réalisée sur un échantillon de 37 entités appartenant à 29 juridictions, et en novembre 2022 l'évaluation de leur gestion du risque cyber[33]. Début 2023 ont été initiés les travaux d'évaluation des pratiques d'identification et de gestion du risque d'activité.

Évolution des normes internationales issues des PFMI

Les travaux ont notamment porté sur :

- Les pratiques de marges qui ont fait l'objet d'un examen particulier sur la période 2021-2023 (*cf. encadré 4* infra), notamment à la suite des crises récentes (Covid-19, guerre en Ukraine et crise énergétique) qui ont suscité des questionnements sur la procyclicité des marges et les risques de liquidité sur les marchés compensés et non compensés ;
- L'adéquation des ressources financières des CCP pour faire face aux pertes liées et non liées au défaut d'un membre compensateur, s'inscrivant dans la suite des travaux de 2016 et 2020. En mars 2022, le rapport final publié a mis en évidence un risque d'insuffisance des ressources en cas de perte non liée à un défaut et préconisé le lancement d'une étude sur l'opportunité d'utiliser des ressources alternatives. Cette étude est en cours de finalisation ;
- En complément, un premier rapport sur les pratiques des CCP en matière de traitement des pertes non liées à un défaut a été publié en août 2023. Il met en évidence l'existence de pratiques différentes au sein des CCP et le besoin de définir des orientations communes en la matière ;
- Les modalités d'accès direct aux CCP par des entités non bancaires comme les compagnies d'assurance et les fonds (avec un accès dit « sponsorisé ») ont également été étudiées, dans la continuité des analyses précédemment menées sur le marché de la compensation pour compte de tiers. Ce travail, initié en 2019, a abouti en 2022 à un rapport sur les bénéfices et risques de ce type de modèle.

31 BRI (2022), *Implementation monitoring of PFMI: Level 2 assessment report for Turkey*, juillet.

32 SSS, *securities settlement systems* : systèmes de règlement de titres.

33 Rapport sur l'adoption des orientations pour la résilience des infrastructures des marchés financiers (cf. *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures*, 2016). Des conclusions de ce rapport *Implementation monitoring of the PFMI: Level 3 assessment on Financial Market Infrastructures' Cyber Resilience* ressortent : i) un sujet d'inquiétude important sur un groupe d'entités n'ayant pas encore développé dans leurs plans de rétablissement et réponses aux attaques cyber des solutions leur permettant d'atteindre une résolution en deux heures (dite 2hRTO, *two-hour recovery time objective*) ; ii) plusieurs sujets d'inquiétude sur la solidité des solutions développées pour atteindre le 2hRTO et des lacunes dans les pratiques de test dans plusieurs domaines tels que la résilience (intégrité des données de sauvegarde [*back-up data*], test de pénétration, etc.), les scénarios, ou encore l'engagement des parties prenantes clés dans leur développement.

ENCADRÉS

❶

La réduction des risques posés par les CCP britanniques systémiques

Une partie essentielle des flux financiers en euros compensés centralement le sont dans deux chambres de compensation (CCP, *central counterparties*) établies au Royaume-Uni : LCH Ltd, qui compense 80 % des instruments dérivés de gré à gré sur taux d'intérêt (IRD, *interest rate derivatives*) en euros, et ICEU Ltd, qui compense 99 % des contrats futurs sur taux d'intérêt de court terme (STIR, *short-term interest rate*) en euros. Cette forte concentration du marché emporte des enjeux de stabilité financière, auxquels s'ajoute un risque de divergence réglementaire et de supervision depuis la décision du Royaume-Uni de sortie de l'Union européenne (UE), Brexit effectif depuis le 1er février 2020. Par ailleurs, les activités de compensation des CCP britanniques sur les produits libellés en euros s'effectuent sous la supervision de la Banque d'Angleterre, dont le mandat n'a pas vocation à tenir compte des enjeux de stabilité financière de l'Union européenne et de la zone euro.

En 2019, et jusqu'en juin 2022, la Commission européenne a accordé une première reconnaissance temporaire du cadre réglementaire du Royaume-Uni, compte tenu de sa similitude avec celui de l'UE, et pour éviter toute interruption brutale des services des CCP britanniques aux entités financières de l'UE après le Brexit. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA, European Securities and Markets Authority) a de son côté conduit une évaluation des risques posés par les deux CCP systémiques britanniques LCH Ltd et ICEU Ltd, qui a donné lieu à la publication en décembre 2021 d'un avis qualifiant de « substantiellement systémiques » le service *SwapClear* en euros et en zlotys de LCH Ltd et les services sur dérivés sur risque de crédit (CDS, *credit default swaps*) et STIR en euros de ICEU Ltd. Si l'ESMA n'a pas recommandé la « dé-reconnaissance » du fait des coûts excessifs à court terme induits pour les participants de marchés européens, elle a souligné la nécessité de réduire les risques, en mettant notamment en œuvre des mesures d'incitation réglementaire pour réduire le niveau d'exposition des participants de marchés de l'UE vis-à-vis de ces CCP.

En février 2022, la Commission européenne a prolongé jusqu'en juin 2025 la décision d'équivalence temporaire du droit britannique. Cette décision s'est accompagnée de la publication en décembre 2022 d'un paquet législatif proposant la révision EMIR 3 [1] et des ajustements ciblés d'autres législations (CRR, CRD, IFD, UCITS [2]) pour renforcer i) l'autonomie stratégique de l'UE dans le secteur de la compensation, ii) l'attractivité et la compétitivité du secteur européen de la compensation, et iii) sa résilience. Il s'agissait de créer une obligation pour les participants de marché européens de détenir une part minimale de leur activité dans des comptes auprès de CCP de l'UE. Dans sa version finale, le texte de révision intègre l'obligation pour les acteurs de l'UE de détenir des comptes dans l'UE, appelés « comptes actifs », enregistrant des transactions représentatives du portefeuille compensé au Royaume-Uni. L'ESMA est également mandatée pour transmettre dans les 18 mois après l'entrée en vigueur d'EMIR 3 une évaluation de l'efficacité de la mesure en matière de réduction des risques de stabilité financière et d'éventuelles propositions de mesures complémentaires, comme la création d'une part minimale d'activité à détenir dans les comptes.

1 EMIR, *European Market Infrastructure Regulation* : règlement sur les infrastructures de marché de l'UE.

2 CRR, *Capital Requirements Regulation*, ou règlement sur les exigences de fonds propres – règlement (UE) 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement ; CRD, *Capital Requirements Directive*, ou directive sur les exigences de capital – directive (UE) 2013/36 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ; IFD, *Investment Firms Directive*, ou directive sur les entreprises d'investissement – directive (UE) 2019/2034 concernant la surveillance prudentielle des entreprises d'investissement ; UCITS, *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities*, ou OPCVM, organismes de placement collectif en valeurs mobilières – directive (UE) 2009/65 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains OPCVM.

❷

Tensions sur les marchés des matières premières

Le marché des matières premières regroupe une grande diversité d'acteurs non financiers et financiers, en particulier des acteurs qui agissent principalement sur les marchés physiques (négociation de matières premières) et d'autres sur les marchés financiers (banques, entreprises d'investissement, fonds d'investissement, etc.).

Le règlement EMIR [1] a introduit l'obligation de compensation sur les instruments dérivés les plus standards. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA, European Securities and Markets Authority) met à jour régulièrement la liste des produits concernés par l'obligation de compensation *(cf. registre* [2], *section 1)* en analysant les caractéristiques des produits dérivés des cinq catégories : actions, change, matières premières, taux et crédit. L'obligation de compensation ne s'applique pas aux dérivés de matières premières, mais seulement aux dérivés de taux et de crédit. En revanche, les expositions des contreparties financières et non financières aux dérivés de matières premières sont prises en compte pour déterminer l'applicabilité de l'obligation de compensation : cette obligation s'applique dès lors qu'une entité a des expositions sur dérivés de matières premières qui excèdent le seuil de 4 milliards d'euros de notionnel. Ces produits peuvent, quoiqu'il arrive, être compensés sur une base volontaire *(cf. registre* [2], *section 2)*.

Dans ses premiers mois, le conflit russo-ukrainien a induit de fortes tensions sur les marchés des matières premières, entraînant une forte hausse des prix et de la volatilité sur ces marchés. Les hausses de prix de matières premières, constatées entre 2021 et 2022, ont généré une importante volatilité à la hausse des appels de marges initiales ou de variation sur les produits dérivés contractés par les négociants. Ces acteurs non bancaires recourent en effet souvent à la compensation par des membres compensateurs. Or, dans ce modèle, les appels de marge réalisés par les chambres de compensation (CCP, *central counterparties*) sont répercutés par les membres compensateurs sur leurs clients avec une marge égale ou supérieure à celle de la CCP. Ainsi, la hausse des appels de marge s'est révélée particulièrement brusque et importante, ce qui a engendré des tensions de liquidité pour les acteurs non bancaires actifs sur les marchés des matières premières et qui utilisent des dérivés à des fins de couverture ou de spéculation.

Dans l'ensemble, les banques ont pu fournir de la liquidité à leurs clients pour absorber ces hausses de marges et ainsi leur permettre de répondre à leurs obligations. À la lumière des tensions de liquidités observées sur les marchés de matières premières compensés centralement, la Commission européenne a proposé plusieurs évolutions de la réglementation :

1. Après proposition de l'ESMA, la Commission a adopté le 18 octobre 2022 un amendement du RTS [3] 149/2013 visant à augmenter le seuil de compensation applicable aux dérivés de matières premières échangés de gré à gré, de 3 à 4 milliards d'euros, avec une date de mise en œuvre au 29 novembre 2022 ;
2. En outre, le 18 octobre 2022, la Commission a aussi élargi, sur une base temporaire de 12 mois, et sous réserve de conditions, la liste des actifs éligibles comme collatéral pour répondre aux appels de marge des CCP, afin d'y inclure les garanties publiques (pour toutes les entités) et les garanties bancaires non collatéralisées (pour les entités non financières). Cette mesure est entrée en application le 29 novembre 2022, puis a été pérennisée en étant introduite dans le règlement EMIR (dans le cadre de la révision EMIR 3) ;
3. La Commission a adopté le 22 décembre 2022 un règlement qui introduit un mécanisme de correction du marché (MCM) sur les dérivés de gaz naturel, en fixant une limite de prix au-delà de laquelle les transactions sur les dérivés du TTF [4] ne peuvent être exécutées, dans le but de protéger les citoyens de l'Union contre des prix excessivement élevés. Ce mécanisme, qui s'applique en particulier aux transactions compensées centralement, est mis en œuvre depuis le 15 février 2023.

1 EMIR, *European Market Infrastructure Regulation* : règlement sur les infrastructures de marché de l'Union européenne.

2 ESMA, *Public Register for the Clearing Obligation under EMIR*.

3 RTS, *regulatory technical standard* : norme technique de réglementation.

4 TTF, *title transfer facility* : mécanisme d'échange commercial de gaz dans la zone de marché des Pays-Bas. Il couvre le plus grand volume commercial de gaz en Europe.



Le régime pilote pour les infrastructures de marché

L'adaptation de la réglementation aux nouveaux enjeux de l'innovation (notamment avec l'émergence de la tokenisation) semble incontournable pour continuer à servir l'économie, les citoyens et les entreprises dans un monde numérique.

Le 24 septembre 2020, dans le cadre de son paquet législatif sur la finance numérique, la Commission européenne a proposé, en complément de dispositions spécifiques sur les marchés de cryptoactifs (MiCA, *Markets in Crypto-Assets*) et sur la résilience opérationnelle numérique du secteur financier (DORA, *Digital Operational Resilience Act*), la mise en place d'un régime pilote (*pilot regime regulation*) pour les infrastructures de marché recourant aux technologies de registres distribués (DLT, *distributed ledger technologies*) dont les *blockchains*.

Adopté le 30 mai 2022, le règlement (UE) 2022/858 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur les DLT est entré en application le 23 mars 2023.

Ce régime dérogatoire vise spécifiquement à permettre l'innovation et l'expérimentation – dans un cadre réglementaire qui garantit la protection des investisseurs, l'intégrité des marchés et la stabilité financière – pour les activités relatives à la négociation et à la post-négociation d'instruments financiers.

En pratique, il permet l'émission, l'enregistrement, le transfert et le stockage d'instruments financiers sur DLT (instruments financiers dits « tokenisés »). Il s'agit de la possibilité d'adosser numériquement un instrument financier et les droits qui lui sont attachés à un registre distribué. Les transactions sur ces actifs peuvent être réglées en monnaie de banque commerciale, y compris tokenisée, voire en jetons de monnaie électronique, si la monnaie de banque centrale n'est pas disponible.

À cette fin sont créées trois nouvelles catégories d'infrastructures de marché « DLT », relevant chacune d'une procédure d'autorisation spécifique :

- **le système multilatéral de négociation DLT** (SMN DLT) : une plateforme de négociation exploitée par un prestataire de services d'investissement ou une entreprise de marché, outre d'éventuelles personnes physiques et morales agréées ;
- **le système de règlement DLT** (SR DLT) : un système qui permet le règlement de transactions sur des instruments financiers sur DLT contre paiement ou livraison, exploité par un dépositaire central de titres (DCT, ou CSD, *central securities depository*) ;
- **le système de négociation et de règlement DLT** (SNR DLT) : une infrastructure de marché qui propose les services relevant à la fois des systèmes de négociation et de règlement, SMN DLT et SR DLT.

La Banque de France, aux côtés de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), intervient dans la mise en œuvre du régime pilote, au niveau national. D'une part, elle participe à l'autorisation des candidats ainsi qu'à leur surveillance[1], et, d'autre part, elle travaille en coopération avec l'Eurosystème à la mise à disposition d'une monnaie de banque centrale tokenisée qui permettra aux participants de marché de réaliser l'intégralité des opérations d'une transaction sur titres avec la technologie DLT, tout en bénéficiant de l'actif de règlement le plus sûr.

1 AMF, ACPR et Banque de France (2023), « Régime pilote pour les infrastructures de marché DLT », communication, 7 avril.

4

Les enjeux liés à la pratique des marges

Dans la plupart des transactions financières, du collatéral est échangé (par une chambre de compensation [CCP, *central counterparty*] ou de manière décentralisée) afin de réduire l'exposition de chaque contrepartie au potentiel défaut de l'autre contrepartie. Sur les marchés (dérivés, *repos*, actions, dérivés compensés et non compensés centralement), ces versements sont appelés marges. Il convient de distinguer trois types de marges :

- les marges initiales, qui visent à couvrir l'exposition future potentielle en cas de défaut de la contrepartie ;
- les marges de variation, qui visent à régler l'évolution constatée de la valeur de marché du produit échangé (la partie « gagnante », par exemple l'acheteur d'une option d'achat sur un sous-jacent qui a pris de la valeur, reçoit de la partie « perdante » une marge de variation) ;
- les marges additionnelles, pour couvrir des risques spécifiques liés aux décisions des membres compensateurs.

Les marges sécurisent le système financier en diminuant globalement le risque de contrepartie. Toutefois, en période de forte volatilité, elles peuvent augmenter subitement et engendrer un risque de liquidité, y compris pour des contreparties solvables. Ce risque de liquidité peut affecter l'ensemble du système financier par contagion, de nombreuses contreparties recherchant de la liquidité au même moment en procédant à des ventes rapides qui dévaluent les actifs concernés. Le sujet a retrouvé une forte actualité dans le contexte des crises liées à la Covid-19 en 2020 et à la guerre en Ukraine en 2022, qui ont conduit à des niveaux de volatilité record sur les marchés actions et matières premières. Si le système financier a montré une bonne résilience globale lors de ces deux crises, certains acteurs, en particulier des entités non bancaires et des clients de membres compensateurs, ont pu être fragilisés par l'augmentation rapide des appels de marge.

Dans ce contexte, les travaux lancés en coopération entre le CPMI, l'IOSCO et le BCBS[1], ont abouti à un rapport en 2022 sur les pratiques de marges sur les marchés compensés et non compensés, identifiant six axes pour des travaux réglementaires ultérieurs :

- améliorer la transparence des modèles de marge sur les marchés de dérivés compensés centralement ;
- renforcer la préparation et la communication des acteurs de marché en matière de liquidité, en examinant notamment le rôle des intermédiaires et la préparation des clients (fonds d'investissement, fonds de pension, entreprises non financières, par exemple) ;
- identifier les manques de données et de reporting pour les superviseurs ;
- évaluer les opportunités d'amélioration des échanges de marge de variation ;
- analyser le caractère procyclique des modèles de marge initiale sur les marchés compensés centralement ;
- analyser le caractère procyclique des modèles de marge initiale sur les marchés non compensés centralement.

Parallèlement, une étude a été menée sur les effets des appels de marge sur les marchés de matières premières et leurs participants pendant des périodes de forte volatilité. Le rapport, publié en mai 2023[2], dresse les enseignements spécifiques au secteur et donne des pistes d'amélioration de la résilience des intermédiaires non bancaires afin d'alimenter les travaux en cours et futurs.

1 CPMI, Committee on Payments and Market Infrastructures, ou Comité sur les paiements et les infrastructures de marché ; IOSCO, International Organization of Securities Commission, ou Organisation internationale des commissions de valeurs ; BCBS, Basel Committee on Banking Supervision, ou Comité de Bâle sur la supervision bancaire.

2 BRI (2023), *Margin dynamics in centrally cleared commodities markets in 2022*, mai.

2 LE BILAN DE LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DES MARCHÉS FINANCIERS

2.1 LCH SA

LCH SA, la chambre de compensation (CCP) française, propose des services de compensation des instruments financiers et assure la garantie de bonne fin des opérations sur quatre lignes d'activités :

- Produits listés au comptant (segment EquityClear) : actions au comptant et obligations convertibles listées notamment sur les marchés Euronext, Turquoise, Equiduct, CBOE (Chicago Board Options Exchange) ou la bourse du Luxembourg ;
- Produits dérivés listés (segment EquityClear) : dérivés actions et dérivés sur matières premières listés sur les marchés Euronext ;
- Opérations fermes et pensions sur titres d'État (segment RepoClear) : titres de dette d'États (italien, français, allemand, belge et espagnol). Cette ligne d'activité inclut €GCPlus, le service de compensation de pensions livrées (*repos*) dont le collatéral est géré de façon tripartite par Euroclear France ;
- Dérivés de crédit *credit default swaps* (segment CDSClear) négociés de gré à gré, libellés en euros et en dollars US, avec comme sous-jacents des indices et des entités de référence individuelles.

Évolutions récentes et projets de développement

Dans un contexte concurrentiel et mouvant, marqué par la crise de la Covid-19 et le conflit en Ukraine, la période 2021-2023 a vu de nombreuses évolutions d'impact significatif pour LCH SA. LCH SA a lancé plusieurs initiatives avec pour objectifs de renforcer sa compétitivité et d'attirer une part croissante de membres compensateurs.

Les équipes de surveillance de la Banque de France, conjointement avec celles de l'ACPR et de l'AMF, ont été particulièrement mobilisées, tant par le suivi régulier des activités de la CCP que par l'analyse de ses nombreux projets initiés. Au total, sur la période, les équipes de surveillance ont instruit plus d'une centaine de projets d'importance ayant trait aussi bien aux modifications des modèles de risques qu'à l'extension de la compensation à de nouveaux produits ou encore à la modification des systèmes d'information. L'ensemble des projets a fait l'objet d'un examen de la part des trois autorités, Banque de France, ACPR et AMF, d'un vote du collège de supervision de la CCP et d'une validation par l'ESMA.

Sur le plan de la résilience opérationnelle, même en l'absence d'incident majeur, la crise Covid-19 et l'extension forcée du télétravail ont révélé un certain nombre de zones d'amélioration. Cela a donné lieu à des échanges spécifiques sur les systèmes d'information de LCH SA. Face au nombre croissant de projets à caractère purement informatique et opérationnel, les autorités ont mis en place un cadre de surveillance dédié à ces sujets.

En 2022, le groupe LSEG [34] a fait l'acquisition de Refinitiv, société de données, et a cédé au groupe Euronext Borsa Italiana Group incluant CC&G, la CCP italienne, qui a un lien d'interopérabilité avec LCH SA [35]. Cette acquisition a

34 London Stock Exchange Group.

35 L'interopérabilité est un modèle d'organisation qui permet de lier des infrastructures de marché. Appliqué aux CCP, ce dispositif permet d'apparier de manière anonyme les ordres d'un membre actif dans l'une des deux CCP avec ceux d'un membre actif dans l'autre CCP, sans que l'un et l'autre n'aient besoin d'être adhérents des deux CCP à la fois.

amené Euronext à reconsidérer le contrat en place avec LCH SA pour la compensation des dérivés listés et actions au comptant traités sur ses marchés. Ainsi, pour les dérivés actions listés et *commodities* qui ne bénéficient pas du *market open access*, ceux-ci seront compensés d'ici la fin de l'été 2024 par Euronext Clearing (anciennement CC&G). Les actions au comptant échangées sur les marchés Euronext seront par défaut compensées par Euronext Clearing, sauf si LCH SA a été désignée comme CCP de référence par le membre compensateur. Une baisse de revenus sur ce segment est donc anticipée pour LCH SA à partir de 2024.

Parallèlement à ces développements, la CCP a créé un nouveau segment DigitalAssetClear. Ce segment, qui a reçu une autorisation par les autorités, offrira des services de compensation de *futures* (contrats à terme) sur bitcoin négociés sur la plateforme britannique GFO-X. Il est prévu d'étendre dans un second temps la compensation à d'autres dérivés sur cryptoactifs.

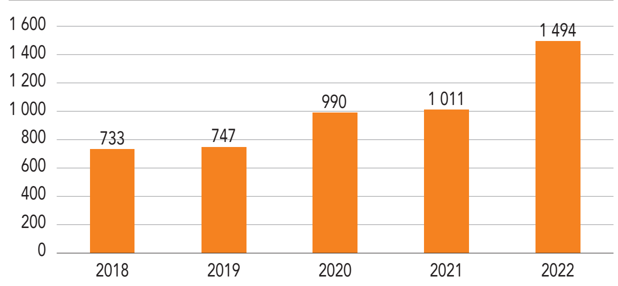
Le segment CDSClear a quant à lui vu son activité fortement augmenter sur la seconde partie de 2023. Cet afflux de transactions compensées chez LCH SA a été en grande partie alimenté par la fermeture de l'activité de compensation des CDS de la CCP britannique ICEU Ltd, principal concurrent de LCH SA sur les CDS en euros. Le nombre de clients s'est fortement accru (de soixante environ) et les volumes compensés par la CCP ont augmenté de 30 % à 90 % selon le type de produits, faisant passer la part de marché de la CCP de 7 % à 14 %.

LCH SA a continué de développer son offre de produits compensés chez CDSClear, avec notamment l'ajout des indices et *single name* souverains [36] afin de compléter sa gamme, avec une adaptation du modèle de risque pour couvrir principalement le risque de défaut concomitant entre un État et les entités privées. Ces projets ont été soumis à des validations réglementaires de la part des autorités françaises, européennes et américaines. CDSClear a notamment adapté son cadre de compensation (avec une extension des horaires) pour permettre aux FCM [37] américains de se connecter directement à la CCP, en autorisant des comptes ségrégués sur TARGET2 afin d'assurer le respect de la réglementation américaine.

La CCP a également lancé des initiatives importantes au sein du segment RepoClear. Elle a créé un nouveau modèle d'accès spécifique pour les fonds de pension, le *sponsored clearing*, qui leur permet de compenser leurs transactions directement auprès de LCH SA grâce au parrainage d'un nouveau type de membre compensateur « *agent* ». LCH SA a par ailleurs fusionné le segment €GCPlus de compensation avec gestion tripartite du collatéral avec le segment RepoClear, permettant ainsi aux membres compensateurs de bénéficier d'une exposition plus large avec de potentiels gains en matière de compensation des risques et donc de marges. La fusion conduit par ailleurs à la suppression du fonds de défaut de l'ancien segment €GCPlus, sans hausse du fonds de défaut de RepoClear.

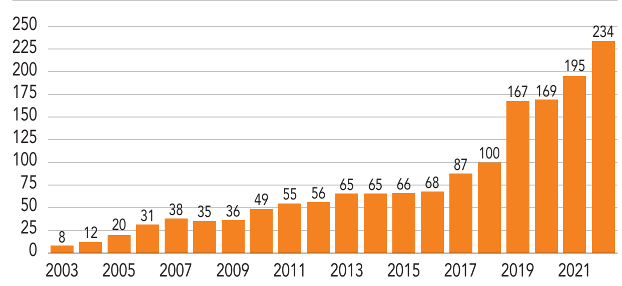
LCH SA a par ailleurs mis en œuvre deux changements significatifs des modèles de marge pour les segments RepoClear et EquityClear. La CCP a ainsi remplacé le modèle SPAN (modèle paramétrique) par un modèle *VaR Expected Shortfall*, qui fait office de standard de marché parmi les CCP. Ce modèle permet une appréhension plus fine des risques et une meilleure prise en compte des risques directionnels (c'est-à-dire constitués par l'évolution du prix d'un actif). Cette méthodologie réduit également le risque de surestimation des marges appelées. Ces deux changements du modèle ont été accompagnés d'une revue et d'une adaptation des marges additionnelles.

G1 CDSClear : notionnel brut en fin d'année (en milliards d'euros)



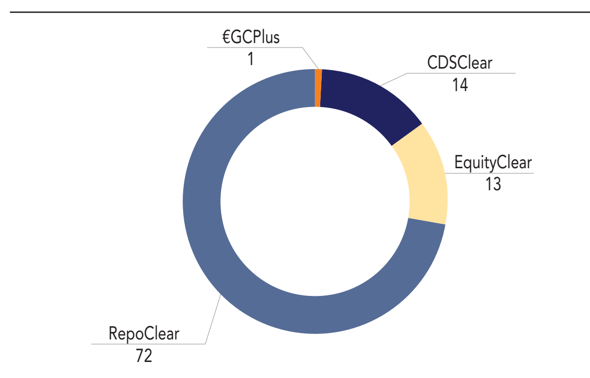
Sources : LCH SA, calculs Banque de France.

G2 RepoClear : nominal compensé annuellement (en trillions d'euros)



Sources : LCH SA, calculs Banque de France.

G3 Répartition des activités de LCH SA : total des marges détenues à fin 2022
(en %)



Note : €GCPlus, compensation de pensions livrées (*repos*) ; CDSClear, dérivés de crédit (*credit default swaps*) ; EquityClear, produits au comptant (actions, obligations convertibles) et dérivés d'actions et de matières premières ; RepoClear, opérations fermes et pensions sur titres d'État.

Sources : LCH SA, calculs Banque de France.

Évaluation

Les autorités nationales compétentes pour la surveillance de LCH SA sont la Banque de France, l'ACPR et l'AMF, qui interviennent conjointement sous le règlement européen EMIR *(cf.* supra*, section 1.1)*. LCH SA a par ailleurs le statut d'établissement de crédit et est supervisée à ce titre par l'ACPR. Relevant de la catégorie des « établissements moins importants » (*less significant institutions*, LSI), elle fait l'objet d'une supervision indirecte par la Banque centrale européenne dans le cadre du Mécanisme de surveillance unique (MSU).

Pour mener à bien leur mission de surveillance, les autorités nationales compétentes réalisent des contrôles sur pièces – par exemple sur l'étude de projets ou changements envisagés par la CCP –, analysent les informations et données sur l'activité et les risques, et organisent des réunions régulières avec les représentants de la CCP. Des missions de contrôle sur place peuvent également être diligentées.

En vertu du règlement EMIR, elles doivent par ailleurs associer les autres autorités nationales de l'UE intéressées au bon fonctionnement de l'infrastructure, dans le cadre d'un collège de surveillants (collège EMIR). Outre les autorités en charge de la surveillance de l'infrastructure, ces collèges incluent celles qui supervisent les principaux membres compensateurs, les plateformes de négociation, les CCP interopérables et les dépositaires centraux de titres, les banques centrales d'émission des principales devises de l'UE traitées, ainsi que l'ESMA (qui ne dispose pas de droit de vote).

Ce dispositif a pour objectif de promouvoir une approche homogène de la mise en œuvre des exigences du règlement EMIR au sein de l'UE, sur la base d'une évaluation adéquate des risques de la CCP (prenant en compte son profil de risques et les différents segments de marché qu'elle compense), tout en associant les principales autorités concernées des autres pays membres de l'Union. Le collège des autorités constitue le forum adapté pour échanger des informations sur la CCP et étudier les changements qu'elle propose. Le collège EMIR de LCH SA a été établi en janvier 2014 et comporte 19 autorités (dont l'ESMA) de neuf pays différents de l'UE ; la Banque de France en assure la présidence. Les réunions du collège permettent d'échanger avec les autres autorités des informations d'ordre divers, sur le bilan de supervision de l'année écoulée et les programmes de supervision à venir.

Conformément au règlement EMIR, le vote du collège est nécessaire au moment de l'agrément de la CCP, mais aussi dans le cadre des projets d'extension de son offre de services, d'ouverture de nouvelles lignes d'activité, ou pour les sujets qui affectent de manière importante son cadre de gestion des risques (comme un changement de modèle de marges).

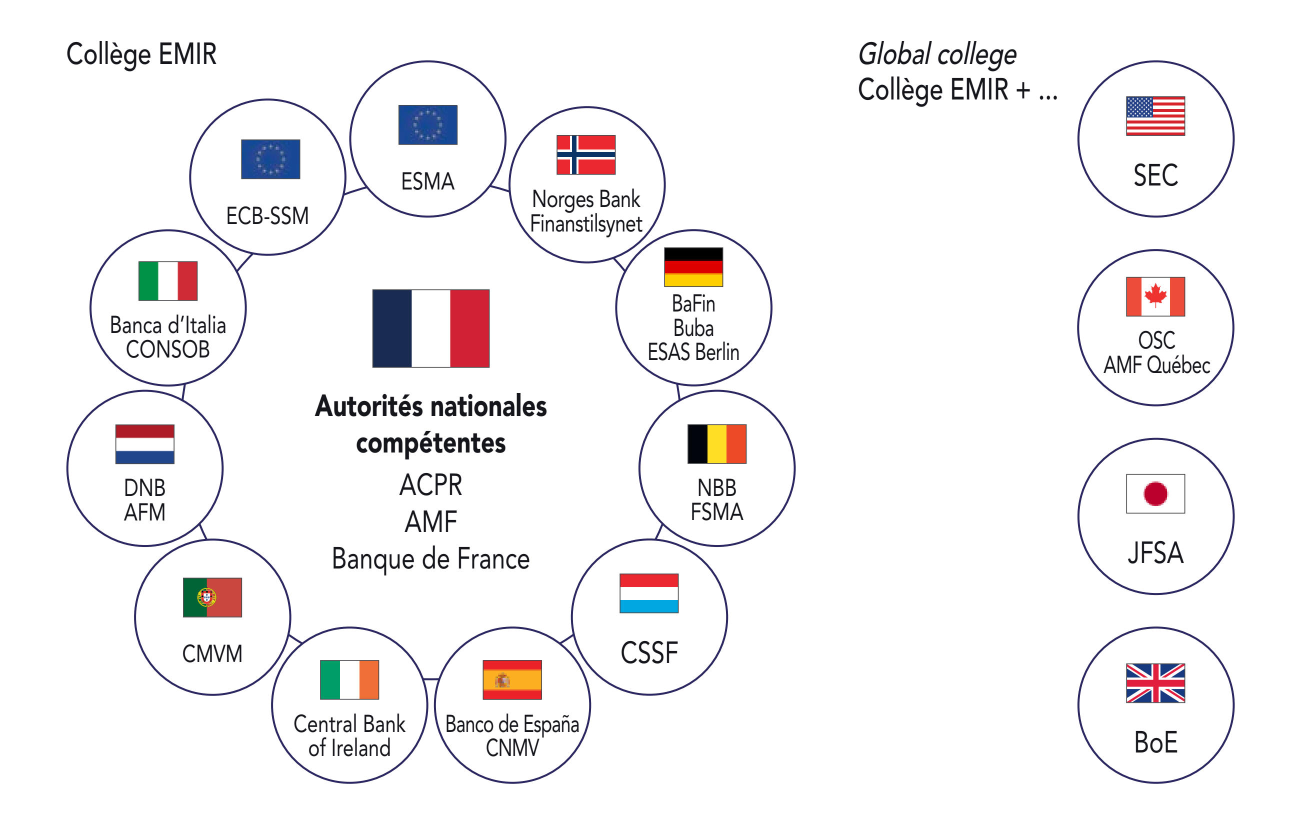
Avec la sortie du Royaume-Uni de l'UE le 1er janvier 2021, la Banque d'Angleterre n'est plus membre du collège EMIR de LCH SA. Cependant, elle participe avec d'autres autorités de pays tiers au *global college* de LCH SA, que les autorités françaises ont mis en place afin de promouvoir le partage d'information, une bonne coopération, et faciliter l'application cohérente des normes internationales.

La Banque de France a participé en 2023 à la première réunion du collège de résolution de LCH SA. Créé en vertu du règlement (UE) 2021/23 sur le rétablissement et la résolution des CCP (dit CCP RRR). Ce collège est présidé par l'ACPR, l'autorité de résolution de LCH SA, et se compose de différentes autorités de supervision et de résolution nationales et européennes. Il a notamment pour mission d'organiser le dialogue sur la stratégie de résolution de LCH SA et d'adopter le plan de résolution de la CCP, établi par l'ACPR.

36 Produits dérivés dits *single name* lorsqu'ils portent sur une seule entité de référence, ici en fait un État.

37 *Futures commission merchants*, commissionnaires sur les marchés à terme.

Composition du collège EMIR et du *global college* de la CCP française LCH SA



Notes : EMIR, *European Market Infrastructures Regulation*, règlement sur les produits de gré à gré, les contreparties centrales (CCP, ou chambres de compensation) et les référentiels centraux ; ECB-SSM : Banque centrale européenne – Mécanisme de surveillance unique ; ESMA : Autorité européenne des marchés financiers ; ACPR, Autorité de contrôle prudentiel et de résolution ; AMF, Autorité des marchés financiers.
La Banque de France préside le collège EMIR.
Source : Banque de France.

2.2 Euroclear France et ESES France

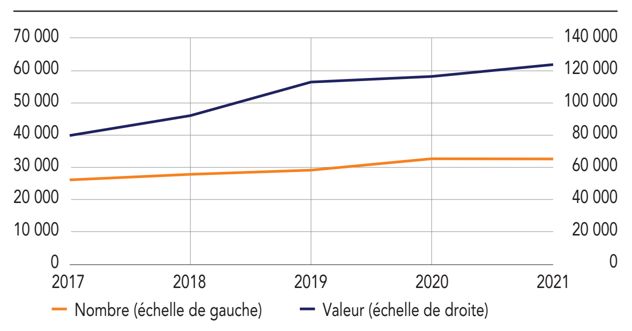
Euroclear France, dépositaire central de titres (DCT, ou CSD, *central securities depository*), offre les trois « services de base » [38] définis par le règlement CSDR *(cf.* supra*, section 1.4)*, ainsi que plusieurs services dits « accessoires de type non bancaire » [39].

Le CSD français fait partie du groupe Euroclear, lequel compte sept CSD, sur un périmètre européen. Dans le groupe, la société Euroclear SA joue un rôle essentiel pour les CSD. Elle est à la fois société mère des CSD du groupe, et « organisme de support » [40] leur fournissant un certain nombre de services dans le cadre d'une externalisation intragroupe. Euroclear SA joue ainsi un rôle déterminant vis-à-vis d'Euroclear France.

Euroclear France exploite le système de règlement de titres ESES France [41], connecté à TARGET2-Securities (T2S) [42] depuis septembre 2016. La quasi-totalité des transactions et des opérations sur titres transitent et sont traitées via T2S, par lequel Euroclear France externalise techniquement le service de règlement de titres, et dont il est participant. Les participants à ESES France n'ont de relation contractuelle qu'avec Euroclear France, qu'ils soient techniquement *directly connected parties* ou *indirectly connected parties* à T2S.

Depuis 2010, Euroclear Nederland et Euroclear Belgium sous-traitent à Euroclear France la gestion opérationnelle de leur activité de règlement-livraison. ESES France traite environ 90 % des valeurs réglées par les trois CSD ESES (Euroclear France, Euroclear Belgium et Euroclear Nederland). D'après les dernières données de l'ECSDA [43] Euroclear France représente 11,8 % environ des dépôts

G4 Instructions de règlement-livraison traitées par ESES France
(nombre en milliers, valeur en milliards d'euros)



Source : BRI (BIS Data Portal et Statistics on payment, clearing and settlement systems in the CPMI countries – Red Book).

de titres en Europe. La valeur des titres en dépôt en 2021 était de 8 722 milliards d'euros (en hausse de 19 % par rapport à 2019). La valeur des instructions réglées-livrées en 2021 atteignait quant à elle 123 481 milliards d'euros (en hausse de 9,8 % par rapport à 2019).

Cadre de surveillance

Depuis la mise en œuvre de CSDR, la Banque de France est non seulement l'autorité de surveillance du système de règlement-livraison ESES France en vertu des pouvoirs qui lui sont attribués par le Code monétaire et financier [44], mais aussi l'autorité nationale compétente pour les dépositaires centraux de titres français. Cette compétence est partagée avec l'AMF.

La surveillance conjointe au niveau ESES des systèmes de règlement-livraison (SSS) et des trois CSD Euroclear France, Euroclear Belgium et Euroclear Nederland, fait l'objet d'un dispositif de coopération entre autorités françaises, belges et néerlandaises. Cette surveillance s'inscrit dans le cadre plus large du protocole d'accord conclu en juillet 2011 entre les autorités du périmètre Euroclear SA (ESA) [45] qui définit les modalités de coopération et d'échange d'informations entre autorités, en matière de réglementation et de contrôle des opérations de règlement-livraison. Ce dispositif de coopération a été révisé en 2021 afin d'intégrer les nouvelles dispositions introduites par le CSDR, destinées notamment, dans le cas des CSD ESES, à renforcer les mesures de coopération et de coordination entre autorités de supervision. Au titre de son rôle de surveillant de la société mère et fournisseur de service Euroclear SA, basé en Belgique, la Banque nationale de Belgique a été désignée pour coordonner la coopération entre autorités. Chacune des autorités nationales compétentes du périmètre ESES conserve toutefois ses prérogatives à l'égard de son CSD national.

Mise en œuvre du règlement européen CSDR

Euroclear France, à l'instar des deux autres CSD ESES, a été agréée au titre du règlement CSDR en avril 2019. Son agrément lui a été délivré par l'AMF sur consultation de la Banque de France.

En 2020, conformément aux dispositions du CSDR, Euroclear France a fait l'objet d'une première procédure annuelle de réexamen et d'évaluation, conduite par les autorités compétentes. Cette procédure a été renouvelée chaque année, comme prévu par le CSDR. À l'entrée en application de CSDR Refit, cet exercice deviendra triennal.

Le système de règlement de titres ESES France est éligible aux opérations de l'Eurosystème, et peut donc être utilisé pour les opérations de politique monétaire conduites par la Banque de France [46].

38 « Service notarial » correspondant à l'émission de titres, « service de tenue centralisée de comptes-titres » et « service de règlement » au travers de l'exploitation d'un système de règlement de titres.

39 Gestion des opérations sur titres (versement de coupons et de dividendes, etc.), ou encore gestion tripartite du collatéral. Euroclear France est également agence nationale de numérotation en charge de l'assignation de codes ISIN aux nouveaux titres émis.

40 Article 36/26/1 § 4, 5 de la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque nationale de Belgique.

41 *Euroclear settlement of Euronext-zone Securities*.

42 TARGET, *Trans-European automated real-time gross settlement express transfer system*, ou système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel ; ici pour les titres (*securities*).

43 European Central Securities Depositories Association : *https://ecsda.eu/*

44 Art. L. 141-4 § II : « Dans le cadre des missions du Système européen de banques centrales, […] la Banque de France veille à la sécurité des chambres de compensation […] et des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers. »

45 Pays d'implantation des entités du périmètre Euroclear SA : Belgique, France, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Finlande.

46 Après l'obtention de l'agrément CSD dans le nouveau cadre posé par le CSDR, le système ESES France a été formellement déclaré éligible aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème en juillet 2020.

2.3 CORE(FR) et SEPA(EU)

CORE(FR) et SEPA(EU) sont deux systèmes de paiement de détail opérés par la société STET SA (Systèmes technologiques d'échanges et de traitement).

CORE(FR)

CORE(FR) permet à ses participants, des banques françaises, de présenter leurs opérations de paiement de détail nationales sous la forme de remises groupées pour règlement des soldes nets. Le Conseil des gouverneurs de la BCE l'a caractérisé comme système de paiement d'importance systémique en août 2014, aux côtés des systèmes paneuropéens TARGET2, EURO1 et STEP2-T. Le système CORE(FR) remplissait historiquement deux des quatre critères quantitatifs fixés par le SIPSR pour identifier des systèmes de paiement systémiques : la valeur des paiements quotidiennement réglés dans le système (supérieure à 10 milliards d'euros) et la part de marché au regard du volume total des paiements libellés en euros [47]. Avec l'amendement du SIPSR intervenu en 2021, ces critères quantitatifs ont été enrichis d'une approche qualitative pour désigner un système de paiement d'importance systémique. Cette approche introduit d'autres critères pour définir un système de paiement systémique : sa taille, sa complexité, la nature et l'importance de ses participants, ainsi que sa substituabilité et ses interdépendances avec le système financier dans son ensemble. Après la révision du SIPSR, le Conseil des gouverneurs de la BCE a de nouveau identifié CORE(FR) comme SIPS en avril 2022.

La Banque de France a été désignée autorité compétente pour CORE(FR) ; elle est à ce jour la seule banque centrale nationale de l'Eurosystème en charge de la surveillance d'un système de paiement d'importance systémique national. Dans l'exécution de sa fonction de surveillance et dans le cadre coopératif posé par le SIPSR, la Banque de France échange des informations avec la BCE et l'Eurosystème.

Historiquement, CORE(FR) traite l'ensemble des moyens de paiement scripturaux en France (opérations cartes, chèques, retraits d'espèces, virements SEPA et prélèvements SEPA [48]) et procède à une compensation quotidienne qui permet de calculer le solde net de chaque participant. Le règlement des positions nettes multilatérales intervient une fois par jour, aux environs de 15 heures, dans TARGET2 Banque de France.

Activité

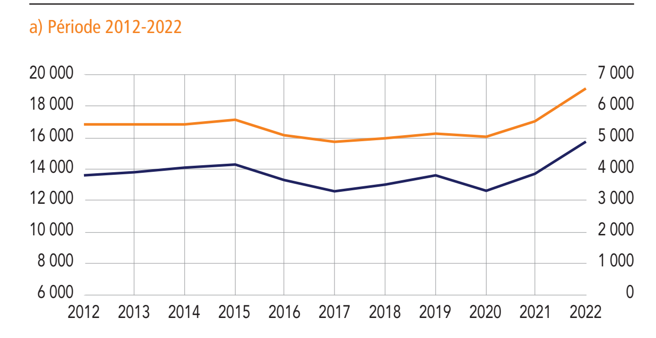
Sur l'année 2022, 15,7 milliards d'opérations ont été compensées dans CORE(FR), représentant en valeur près de 6 562 milliards d'euros, et faisant de CORE(FR) l'un des premiers systèmes de paiement de détail de la zone euro sur le plan des volumes traités, aux côtés de STEP2-T, Mastercard et Visa Europe. En 2022, le nombre de transactions traitées par CORE(FR) a représenté près de 12 % des transactions libellées en euros dans l'UE. De 2019 à 2022, les opérations ont progressé en volume de 2,16 milliards (soit une augmentation de 16 %) et en valeur de 1 450 milliards (soit une augmentation de 28 %). De janvier à août 2023, 11 milliards d'opérations ont été compensées, pour une valeur de 4 783 milliards d'euros.

En tant que SIPS, CORE(FR) s'est doté d'un mécanisme de sécurisation financière au regard du montant élevé de transactions traitées chaque jour. Cette sécurisation financière prend la forme d'un fonds de garantie commun (de 1,3 milliard d'euros), complété par des appels à garanties individuelles afin de couvrir les positions nettes débitrices les plus hautes.

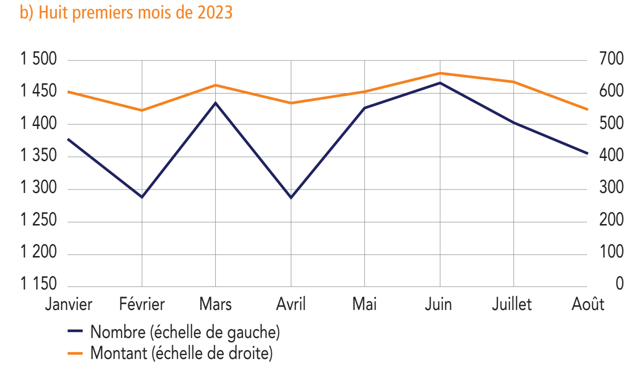
Depuis la fin février 2013, STET héberge sur la plateforme CORE le Centre d'échange et de compensation (CEC) pour la communauté belge. Il intervient en qualité de prestataire de service critique pour le système géré par le CEC, et est surveillé par la Banque nationale de Belgique. En décembre 2023, STET et CEC ont annoncé le renouvellement de leur accord jusqu'en 2029.

G5 Activité dans CORE(FR)
(nombre d'opérations en millions, valeur en milliards d'euros)

a) Période 2012-2022



b) Huit premiers mois de 2023



Sources : STET, calculs Banque de France.

Évaluation

La Banque de France a produit en 2016 un premier rapport d'évaluation de CORE(FR) au regard des exigences du SIPSR. Le système a été jugé globalement conforme et la mise en œuvre du plan d'action a fait l'objet d'un suivi rapproché par la Banque de France et d'un reporting auprès de l'Eurosystème. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a entériné la clôture du plan d'action en septembre 2019 après l'application par STET de toutes les recommandations émises.

Le règlement (UE) 2017/2094 a modifié certains articles du SIPSR. Une évaluation d'écart au regard de ces nouvelles dispositions a été menée en 2019. Elle comprenait notamment l'examen des attentes en matière de cybersécurité détaillées dans les *cyber resilience oversight expectations* (CROE) de décembre 2018 [49], développées par l'Eurosystème sur la base de la *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures* de CPMI-IOSCO, publiée en juin 2016.

Une évaluation complète, incluant la conformité au cadre des CROE, a été de nouveau conduite en 2020. Elle intègre les mesures mises en œuvre par l'opérateur, selon les recommandations émises dans l'évaluation d'écart de 2019. Ces deux exercices ont conclu à la conformité globale de CORE(FR) au SIPSR révisé.

Une évaluation de changement majeur a également été conduite en 2022, à l'occasion du rapatriement des prélèvements (SEPA *Direct Debits*, SDD) de SEPA(EU) – *cf.* infra – *vers CORE(FR)*. Ce changement n'a pas affecté la conformité du système.

SEPA(EU)

STET a lancé fin 2016 un second système de paiement de détail, SEPA(EU). Initialement dévolu au règlement des prélèvements (SDD) et des paiements instantanés, ce système traite aujourd'hui uniquement les paiements instantanés (SEPA *Instant Credit Transfers*, SCT Inst). CORE(FR) et SEPA(EU) sont deux systèmes distincts sur le plan juridique, mais qui comportent néanmoins des caractéristiques communes. Ils relèvent du même opérateur STET et sont régis par une gouvernance unique.

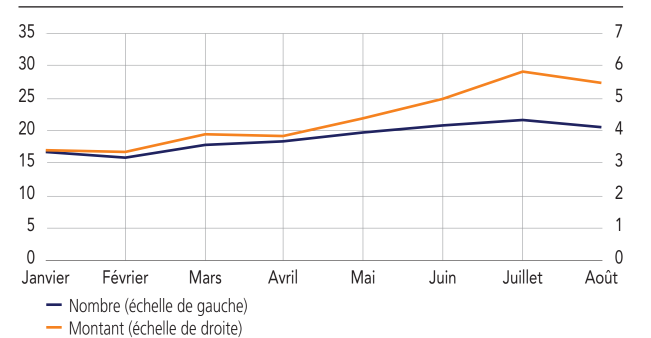
Dans la mesure où SEPA(EU) règle, sur une base annuelle, des volumes de paiements inférieurs à 25 % de la part de marché des paiements nationaux, ce système appartient à la catégorie « autres systèmes de paiements de détail » (*other retail payment systems*, ORPS), d'après la méthodologie de classification élaborée par l'Eurosystème [50]. L'évaluation de cette catégorie est conduite au regard du respect de neuf principes CPMI-IOSCO pour les infrastructures des marchés financiers (PFMI) [51].

Activité

Sur les sept premiers mois de l'année 2023, environ 152 millions de transactions ont été réglées dans SEPA(EU), pour un montant de 73 milliards d'euros, dépassant ainsi les chiffres réalisés en 2022 (127 millions de transactions, pour 65 milliards d'euros). Le nombre d'opérations mensuelles traitées en 2023 a varié entre 15,9 et 21,7 millions et celui des valeurs mensuelles entre 7,9 et 10,5 milliards d'euros environ.

STET a développé depuis novembre 2017 son offre de paiements instantanés pour les communautés bancaires française et belge s'appuyant sur le CSM [52] *Instant Payment*. L'offre pour la communauté française est traitée par le système SEPA(EU). Le CSM *Instant Payment* est un service de règlement des virements instantanés qui répond au *scheme* développé par le Conseil européen des paiements (CEP, ou EPC, European Payments Council), SCT Inst *scheme* [53]. Son plafond, initialement fixé à 15 000 euros

G6 Activité dans SEPA en Union européenne sur les huit premiers mois de 2023 (nombre d'opérations en millions, valeur en milliards d'euros)



Source : STET, calculs Banque de France.

47 Les quatre critères sont : la valeur des paiements réglés quotidiennement, la part de marché, le caractère transfrontalier et la fourniture de services à d'autres infrastructures.

48 SEPA, Single Euro Payment Area, ou espace unique de paiement en euros.

49 BCE (2018), *Cyber resilience oversight expectations for financial market infrastructures*, décembre.

50 BCE 2016), *Revised oversight framework for retail payment systems*, février.

51 Les neuf principes considérés sont la base juridique (principe 1), la gouvernance (principe 2), le cadre de gestion intégrée des risques (principe 3), le caractère définitif du règlement (principe 8), les règles et procédures applicables en cas de défaut d'un participant (principe 13), le risque opérationnel (principe 17), les conditions d'accès et de participation (principe 18), l'efficience et l'efficacité (principe 21), ainsi que la communication des règles, procédures clés et données de marché (principe 23).

52 *Clearing and settlement mechanism*, mécanisme de compensation et de règlement.

53 L'EPC SCT Inst est un *scheme* paneuropéen fondé sur le virement SEPA. Cet ensemble de règles et procédures vise à lutter contre le morcellement du marché européen du paiement de détail. Le *scheme* SCT Inst impose le traitement d'une transaction en moins de 10 secondes, 365 jours par an, 7 jours sur 7 et 24 heures sur 24.

au niveau interbancaire en France, revu annuellement par l'EPC, a été porté à 100 000 euros en juillet 2020.

Cette offre a été enrichie en février 2020 avec une solution (SWIP, *single window for instant payments*) par laquelle les participants peuvent gérer leurs paiements instantanés via un accès unique, y compris lorsqu'ils passent par l'interconnexion proposée par TIPS ou RT1 (systèmes de paiements instantanés exploités respectivement par l'Eurosystème et par EBA Clearing), permettant ainsi d'atteindre ces deux systèmes paneuropéens.

Évaluation

À la suite de l'évaluation de lancement de SEPA(EU) en juillet 2017, l'opérateur STET a proposé des mesures répondant aux recommandations du surveillant, puis mis en œuvre le plan d'action requis.

La Banque de France a effectué en février 2019 une mise à jour du rapport d'évaluation de SEPA(EU) au regard des exigences des PFMI applicables aux autres systèmes de paiements de détail (ORPS), dans le cadre du lancement de la fonctionnalité de paiements instantanés. Le système a été jugé conforme aux neuf principes qui lui sont applicables.

Une évaluation de changement mineur a été conduite en août 2020, à la suite du lancement de la fonctionnalité SWIP, et une évaluation de changement majeur a été conduite en 2022 à l'occasion du rapatriement des SDD de SEPA(EU) vers CORE(FR). Dans les deux cas, ces changements n'ont pas affecté la conformité du système.

2.4 La surveillance coopérative

La Banque de France participe également à la surveillance coopérative de plusieurs infrastructures de marché et fournisseurs de services critiques établis dans d'autres pays ou de dimension paneuropéenne, voire internationale.

T2-RTGS

TARGET2 est, depuis 2008, le système à règlement brut en temps réel (*real-time gross settlement*, RTGS) détenu et géré par l'Eurosystème. En 2023, le système relie 24 banques centrales nationales (ainsi que la BCE) et leurs communautés nationales d'utilisateurs. Les banques centrales participantes regroupent les 20 banques centrales de la zone euro et quatre autres banques centrales de pays de l'UE hors zone euro, à savoir la Bulgarie, le Danemark, la Pologne et la Roumanie.

À l'instar du système français CORE(FR), TARGET2 a été identifié comme système de paiement d'importance systémique par une décision du Conseil des gouverneurs d'août 2014. Il est donc soumis aux exigences du SIPSR. La BCE assure la coordination de la surveillance de TARGET2, avec la coopération des banques centrales nationales participant au système.

TARGET2 a fait l'objet d'évaluations d'écart au SIPSR en 2020 et de sa résilience opérationnelle [54] entre 2020 et 2021, menées sous l'égide de la BCE et de façon conjointe par les banques centrales de la zone euro volontaires. L'évaluation complète de TARGET2 (devenu T2-RTGS en mars 2023) est envisagée pour l'année 2024.

En effet, depuis le 20 mars 2023, le système TARGET2 est devenu le service RTGS de la plateforme consolidée TARGET Services. La consolidation du RTGS TARGET2 et de la plateforme de règlement-livraison de titres TARGET2-Securities (T2S) procède d'une volonté de rationalisation des coûts opérationnels, tout en renforçant leur efficacité grâce à des technologies à l'état de l'art (tel le standard d'échange norme ISO 20022) et en améliorant la gestion de la liquidité par un mécanisme de gestion centralisée de la liquidité entre toutes les composantes de TARGET Services (T2, T2S,TIPS [TARGET *Instant Payment Settlement*] et le futur système ECMS [55]).

Afin de favoriser le développement paneuropéen des virements instantanés, l'Eurosystème a lancé en novembre 2018 une solution de règlement des paiements instantanés, TIPS, comme nouveau service au sein de TARGET2. TIPS traite directement les paiements instantanés entre deux de ses participants, en s'appuyant sur une procédure de paiement en temps réel.

TIPS est soumis à une surveillance continue de l'Eurosystème en tant que service de TARGET2. L'inclusion prochaine de nouvelles devises autre que l'euro dans TIPS a incité à élargir les modalités de sa surveillance en créant le TIPS *currencies oversight group*. Ce groupe inclura, en plus de l'Eurosystème, les banques centrales émettrices des devises traitées dans TIPS, et en premier lieu la couronne suédoise.

TARGET2-Securities (T2S)

Si T2S ne correspond pas à la définition de « système » de règlement de titres au sens de la directive « finalités » des règlements et n'est donc pas surveillé à ce titre, son caractère systémique en tant que plateforme paneuropéenne de règlement de titres a conduit l'Eurosystème à appliquer un dispositif de surveillance analogue à celui des systèmes

de règlement de titres. La BCE est le surveillant principal de T2S, avec la participation active et la validation de l'approche et des conclusions par l'ensemble des 25 banques centrales impliquées, dont certaines n'appartiennent pas à la zone euro (banques centrales de Suède, Danemark, Hongrie, Roumaine, Bulgarie). En 2022, T2S avait réglé 181 millions de transactions, pour une valeur totale de 184,19 trillions d'euros (contre 282,064 trillions en 2019).

La surveillance de T2S est par ailleurs exercée de façon conjointe par les banques centrales et les autorités des marchés financiers des différentes juridictions dans lesquelles un CSD au moins s'est engagé contractuellement à externaliser techniquement son service de règlement-livraison à T2S. La BCE et l'ESMA coprésident cette instance coopérative du groupe de surveillance.

Le 11 septembre 2023, les cinq CSD Euroclear Finland (FI), Euroclear Bank (BE), SKDD (HR), CDAD (BG) et BNBGSSS (BG) ont intégré la plateforme T2S, portant à 24 le nombre de CSD participants.

Le T2S *cooperative arrangement* réunit donc désormais, en plus de l'ESMA et de la BCE, 24 banques centrales et 24 autorités nationales de marché relevant de l'Union européenne et de l'Espace économique européen.

EURO1 et STEP2-T

Sous l'égide de la BCE qui assume le rôle d'autorité compétente, la Banque de France participe à la surveillance coopérative des systèmes de paiement paneuropéens exploités par la société EBA Clearing : EURO1 (système de paiement de montant élevé), STEP2-T (système de paiement de détail pour le traitement des virements SCT et des prélèvements SDD), et RT1 (système de paiement de détail pour le traitement des virements instantanés SCT Inst).

La Banque de France a contribué à différents travaux d'évaluation conduits par la BCE concernant en particulier la conformité de EURO1 et STEP2-T à la réglementation sur les systèmes de paiement d'importance systémique *(cf.* supra*, section 1.3)* et aux attentes en matière de cyberrésilience *(cf. section 1.5)*, ainsi que le suivi des plans d'action, dont celui émis dans le cadre de l'évaluation de RT1, le système paneuropéen de paiements instantanés d'EBA Clearing.

SWIFT

SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) est le principal fournisseur mondial de services de messagerie standardisée de transfert interbancaire, notamment dans les domaines des paiements et des titres. Au regard de sa dimension internationale et de son rôle clé dans les échanges financiers impliquant la quasi-totalité des acteurs du secteur financier mondial, SWIFT fait l'objet d'une surveillance coopérative régie par un accord entre les banques centrales du groupe des dix (G10). La Banque nationale de Belgique, en tant que surveillant principal, assure la coordination de cette surveillance à laquelle participe la Banque de France.

SWIFT a lancé en 2016 le programme de sécurité des clients (*customer security programme*, SWIFT CSP). Il a permis d'améliorer la cyberrésilience des infrastructures connectées à SWIFT et des entités financières utilisatrices, au travers d'exigences concernant surtout la gouvernance de la cybersécurité, la prévention, la détection et la réponse aux incidents. Le CSP comporte également un outil qui permet d'échanger des informations sur l'évolution de la menace et les techniques d'attaque, ainsi qu'un dispositif de réponse mobilisable en cas d'incident.

Les travaux de surveillance de la période 2021-2023 ont notamment porté sur : le renforcement progressif des exigences du CSP en matière de sécurité ; les mesures mises en œuvre par SWIFT pour s'assurer de la conformité de ses clients aux exigences du CSP ; le programme de migration vers la norme ISO 20022 [56] ; et les mesures prises pour assurer la continuité et la sécurité opérationnelle des transactions lors de la crise provoquée par la guerre en Ukraine.

CLS

Le système CLS (*continuous linked settlement*) permet le règlement en mode PvP (paiement contre paiement) des instructions de paiement sur des transactions du marché des changes au comptant (*spot*), sur certains instruments dérivés de change listés et sur des *swaps* de devises. Chaque participant au système possède un compte multidevise ouvert dans les livres de CLS Bank International – entité bancaire américaine ayant le statut d'*Edge Corporation* [57] et supervisée à ce titre par la banque fédérale de réserve

54 Cette évaluation s'est tenue en vertu de l'article 15.4 a) du règlement SIPS.

55 ECMS (*Eurosystem collateral management system*, système de gestion du collatéral de l'Eurosystème) permettra de gérer le collatéral éligible aux opérations de politique monétaire de manière harmonisée dans la zone euro. Ce système devrait être lancé fin 2024.

56 ISO 20022 est une norme ISO qui régit l'échange de données informatisé entre les institutions financières, principalement utilisée dans les domaines des paiements et des titres.

57 Institution financière autorisée par la loi des États-Unis à mener des activités commerciales à l'international.

de New York, FRBNY[58] –, avec les positions par devise traitée dans le système. CLS Bank International détient pour sa part des comptes sur les livres des différentes banques centrales émettrices des devises concernées. Le système CLS a commencé son activité de règlement en septembre 2002 ; à fin 2023, il compte 18 devises éligibles, dont l'euro.

Au regard de sa dimension internationale, impliquant de nombreuses devises, le système CLS fait l'objet d'une surveillance coopérative régie par un accord (*the "Protocol"*) entre les banques centrales, celles du groupe des dix (G10), et les banques centrales dont la devise est traitée par CLS. La Réserve fédérale des États-Unis (Fed) assure la coordination de cette surveillance en tant que surveillant principal (*lead overseer*). Le dispositif de coopération a pour objectif de permettre aux banques centrales concernées de participer à la surveillance du système afin de s'assurer de sa sécurité et de son efficacité. C'est dans ce cadre que les banques centrales vérifient la conformité du système CLS aux normes applicables aux systèmes de paiement et aux infrastructures de marché, et examinent les changements proposés par l'opérateur afin d'évaluer les éventuels impacts sur les règles et les conditions de fonctionnement du système, notamment sur son profil de risques. Le comité de surveillance (*oversight committee*), placé sous l'égide de la FRBNY et auquel participent les banques centrales signataires, dont la Banque de France, permet d'assurer cette coopération.

Les CCP établies dans d'autres pays de l'Union européenne ou dans des pays tiers

La Banque de France est membre des collèges de surveillance de plusieurs CCP européennes, au titre du règlement EMIR. Pour la période 2021-2023, elle a ainsi participé aux réunions des collèges de la CCP italienne Euronext Clearing (avec laquelle la CCP française a un lien d'interopérabilité), de la CCP allemande Eurex Clearing AG et de la CCP néerlandaise CBOE. Au-delà des frontières européennes, la Banque de France a également participé, avec l'ACPR et l'AMF, au *crisis management group* (CMG) de la CCP américaine Chicago Mercantile Exchange (CME), ainsi qu'au *global college* de la CCP britannique LCH Ltd.

EMIR 2.2 a également instauré un comité des superviseurs au sein de l'ESMA, qui comprend l'ensemble des autorités compétentes et les banques centrales d'émission européennes. Il a pour vocation d'améliorer la convergence en matière de pratique de supervision. Le comité revoit notamment l'ensemble des changements notables de modèle et d'extension d'activité, et effectue une revue d'activité et un suivi des CCP soumises à EMIR (incluant les CCP non européennes considérées comme critiques pour l'UE). Ce comité, auquel participe la Banque de France, conjointement avec l'ACPR et l'AMF, soumet des avis au Conseil des superviseurs de l'ESMA, pour décision.

58 Federal Reserve Bank of New York.

GLOSSAIRE

BCBS	Basel Committee on Banking Supervision – Comité de Bâle sur la supervision bancaire, CBSB
CCP	*Central counterparty* – contrepartie centrale, aussi appelée chambre de compensation
CCP RRR	*Central Counterparties Recovery and Resolution Regulation* – règlement pour le redressement et la résolution des contreparties centrales, CCP
CDS	*Credit default swaps* – produits dérivés de crédit
CFONB	Comité français d'organisation et de normalisation bancaires
CLS	*Continuous linked settlement* – système de règlement des transactions de change établi aux États-Unis
CORE(FR)	*Compensation retail* – système de paiement de détail privé français
CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructures – Comité sur les paiements et les infrastructures de marché, CPIM
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems – Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, CSPR, devenu CPIM
CRD	*Capital Requirement Directive* – directive européenne sur les exigences de fonds propres
CRR	*Capital Requirement Regulation* – règlement sur les exigences de fonds propres
CSD	*Central securities depository* – dépositaire central de titres
CSDR	*Central Securities Depositories Regulation* – règlement européen concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres
CSM	*Clearing and settlement mechanism* – mécanisme de compensation et de règlement
DLT	*Distributed ledger technology* – technologie de registres distribués
EBA	European Banking Authority – Autorité bancaire européenne, ABE
ECMS	*Eurosystem collateral management system* – système de gestion du collatéral de l'Eurosystème
ECSDA	European Central Securities Depositories Association – Association européenne des dépositaires centraux de titres
EMIR	*European Market Infrastructure Regulation* – règlement européen sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux
EPC	European Payments Council – Conseil européen des paiements, CEP

ESCB-CESR	European System of Central Banks ou Système européen de banques centrales, SEBC – *Committee of European Securities Regulators* ou Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, CERVM
ESES	*Euroclear settlement of Euronext-zone securities* – plateforme de règlement-livraison de titres partagée par trois dépositaires centraux : Euroclear France, Euroclear Belgium et Euroclear Nederland
ESMA	European Securities and Markets Authority – Autorité européenne des marchés financiers, AEMF
EURO1	Système de paiement de montant élevé privé
FCM	*Futures commission merchant* – commissionnaire sur les marchés à terme
FSB	Financial Stability Board – Conseil de stabilité financière, CSF
IFD	*Investment Firms Directive* – directive applicable aux entreprises d'investissement
IOSCO	International Organisation of Securities Commission – Organisation internationale des commissions de valeurs, OICV
IRD	*Interest rate derivative* – produit dérivé de taux d'intérêt
IRS	*Interest rate swap* – contrat d'échange de taux d'intérêt (produit dérivé)
ITS	*Implementing technical standards* – standards techniques de mise en œuvre
LSI	*Less significant institutions* – établissements moins importants
LCH	Historiquement, London Clearing House – chambre de compensation
ORPS	*Other retail payment system* – autre système de paiement de détail
PFMI	*Principles for financial market infrastructures* – principes pour les infrastructures des marchés financiers, PIMF
RT1	Système de paiement de détail privé, en temps réel (*Real-Time*)
RTGS	*Real-time gross settlement system* (RTGS) – système à règlement brut en temps réel, détenu et géré par l'Eurosystème (T2, qui a succédé à TARGET2 en mars 2023)
RTS	*Regulatory technical standards* – standards techniques réglementaires
SEPA(EU)	Système de paiement de détail (instantané) privé. SEPA, Single Euro Payment Area, ou espace unique de paiement en euros.
SIPS	*Systemically important payment system* – système de paiement d'importance systémique
SSM	*Single Supervisory Mechanism* – Mécanisme de surveillance unique, MSU
SSS	*Securities settlement system* – système de règlement de titres, SRT
STEP2-T	Système de paiement de détail (instantané) privé
STIR	*Short term interest rate* – (produit dérivé de) taux d'intérêt court
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, principal fournisseur mondial de services de messagerie standardisée pour transferts interbancaires
UCITS	*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* – organismes de placement collectif en valeurs mobilières, OPCVM

Éditeur
Banque de France
39 rue Croix-des-Petits-Champs
75001 Paris

Directrice de la publication
Emmanuelle Assouan
Directrice générale de la Stabilité financière
et des Opérations
Banque de France

Directrice de la rédaction
Claudine Hurman
Directrice de l'Innovation et des Infrastructures
des marchés financiers

Comité éditorial
Adeline Bachellerie, adjointe à la directrice de l'Innovation
et des Infrastructures des marchés financiers
Anthony Aranda Vasquez, Pauline Bacos,
Théau Conte, Guillaume Cranz, Bertille Delaveau,
Olivier Dumora Lemaire, Omar Idrissi, Mickaël Lalanne,
Prune Larralde, Antoine Lhuissier, Luc Millot,
Uriel N'Gbatongo, Katia Pascarella,
Thomas Soulie-Glemet, Gwenola Trotin,
Marie-Aline Vives (DIIF SEPI)
Corinne Dauchy, Didier Névonnic (Dircom SEL)

Réalisation
SGS & Co et
Direction de la communication
de la Banque de France

Contact
Direction de l'Innovation et des Infrastructures
des marchés financiers
Service de Surveillance des systèmes de paiement
et des infrastructures de marchés
Code courrier : S2B-1074
31 rue Croix-des-Petits-Champs
75049 Paris Cedex 01

Impression
Navis
Imprimé en France

Dépôt légal
Novembre 2024
ISSN en cours

Internet
https://www.banque-france.fr/fr

Le *Rapport sur la surveillance des infrastructures des marchés financiers* est en libre téléchargement sur le site internet de la Banque de France (*www.banque-france.fr*).



www.banque-france.fr

